



Analisi e stima del valore di mercato e del canone di affitto di azienda

dott. Antonio Acquaroli

1. L'oggetto dell'incarico

Il sottoscritto dott. Antonio Acquaroli, [REDACTED] cod. fisc.: [REDACTED] iscritto all'albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Ancona al n. [REDACTED] ed al Registro dei Revisori legali dei conti al n. [REDACTED] con D.M. pubblicato sulla G.U. della Repubblica Italiana, serie speciale n. 45 del 8/6/1999 e con studio in Ancona, Via Volterra, 11, in data 31/8/2020 è stato autorizzato dal Giudice delegato al fallimento della T [REDACTED] a redigere una perizia per la "*valutazione dell'azienda oggetto del contratto di affitto e la determinazione del canone d'affitto*".

2. La descrizione dell'incarico e scopo della valutazione

Il Tribunale di Ancona, nella sentenza di fallimento "*assegna termine fino al 30/10/2020 [termine successivamente prorogato dal Giudice Delegato] per l'espletamento di procedura competitiva avente ad oggetto i contratti di affitto d'azienda ed estimatorio stipulati in data 12/3/2020*".

In previsione di effettuare la procedura competitiva sul contratto di affitto di azienda il sottoscritto è stato autorizzato dal Giudice delegato al fallimento [REDACTED] con provvedimento del 31/8/2020 a redigere la "*valutazione dell'azienda oggetto del contratto di affitto e la determinazione del canone d'affitto*".

Lo scopo della presente valutazione è offrire un'informazione professionale ed indipendente sia per coloro che intendono partecipare alla procedura competitiva sia per la redazione del programma di liquidazione del fallimento ex art. 104-ter L.F.

Tale valutazione richiede l'individuazione dell'oggetto di stima, la sua descrizione, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e la stima del suo valore. Trattasi quindi di incarico qualificabile come *valuation engagement*, ossia di incarico che richiede lo svolgimento del processo di stima in modo completo, partendo dalla formazione e dall'apprezzamento della base informativa per arrivare all'espressione in modo motivato di un giudizio di valore.

La stima che verrà sviluppata è qualificabile come *valutazione libera*, ossia, produttiva di effetti solo in seguito ad una libera accettazione dei soggetti destinatari della stessa.

La presente Relazione viene predisposta al solo scopo sopra indicato e non potrà essere legittimamente utilizzata per nessun altro fine. Pertanto, la circolazione e l'utilizzo della presente Relazione e dei dati in essa contenuti può avvenire soltanto per lo scopo previsto dall'incarico.

3. La configurazione di valore e la prospettiva di stima

In base all'incarico ricevuto e ai sensi di quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione, la presente stima viene formulata adottando il valore di mercato come configurazione di valore.

Il valore di mercato rappresenta il prezzo più probabile al quale un'attività potrebbe essere negoziata alla data di riferimento, in un mercato ordinato e trasparente fra soggetti che operano in modo razionale, senza essere esposti a particolari pressioni. Il valore di mercato esprime, quindi, il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore ed il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile per l'acquirente. Il prezzo esclude qualunque circostanza speciale o qualsiasi elemento di valore speciale. Tale configurazione riflette il migliore uso possibile dell'attività, corrente o alternativo, considerando anche gli eventuali costi di conversione d'uso della stessa. Il valore di mercato richiede la considerazione di un adeguato intervallo temporale utile a portare all'attenzione di un sufficiente numero di partecipanti al mercato la vendita dell'oggetto di stima e consentire così una formazione di un prezzo che esprima l'interesse del maggior numero di partecipanti al mercato. Il sottoscritto evidenzia, infine, che il valore di mercato non postula la razionalità dei prezzi fatti: il valore di mercato è una stima *time-specific* ancorata alle specifiche condizioni di mercato alla data della valutazione.

Il valore di mercato avrà i seguenti attributi.

Il valore sarà *potenzialmente controllabile* in quanto terrà conto non solo dei benefici economici dell'attività reale o finanziaria ma anche di quelli che potranno manifestarsi per effetto di condizioni strategiche, organizzative, gestionali e strutturali da porre in essere e frutto di azioni ancora da intraprendere ma già individuate e rappresentate in un piano.

Il valore sarà *stand alone* in quanto prescindere da sinergie ed opportunità incrementali di cui uno specifico soggetto terzo potrebbe beneficiare anche per effetto di diversa modalità di gestione dell'oggetto di stima.

Il valore sarà inoltre da considerare come *oggettivo* [o generale] in quanto astrattamente riconoscibile da qualunque operatore attivo sul mercato.

Nella formulazione del giudizio di valore si adatterà la prospettiva degli operatori partecipanti al mercato ossia dei potenziali acquirenti/venditori di un'attività in grado di garantire il migliore uso possibile. Quando si adotta la loro prospettiva di valutazione, occorre escludere dalla stima quell'insieme di elementi che sono specifici del soggetto che detiene l'attività da valutare.

Il sottoscritto evidenzia, in conclusione, che trattandosi comunque di una stima, i valori che verranno indicati devono essere interpretati come *giudizio di valore* e non come prezzi. Ciò in quanto la stima verrà fatta a

prescindere dalla natura, dalla forza contrattuale e dagli specifici interessi perseguiti dalle parti coinvolte nell'operazione.

Con specifico riferimento al caso in esame, il sottoscritto precisa che il prezzo effettivamente ottenuto potrà risultare maggiore o inferiore del valore qui stimato in virtù non solo delle dinamiche negoziali ma anche dalle implicazioni della specifica procedura in cui l'azienda oggetto di stima è coinvolta nonché dalle modalità di offerta e negoziazione che verranno adottate [es. procedure competitive].

4. La data di riferimento della stima

La presente valutazione è redatta con riferimento alla data del 30/11/2020.

Il sottoscritto evidenzia che non sono stati portati alla sua attenzione eventi non inclusi nelle informazioni utilizzate o ulteriori elementi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento e la data di predisposizione della presente Relazione di stima che potrebbero avere un impatto rilevante sulle conclusioni raggiunte.

5. La valuta funzionale

La presente stima, e quindi sia i dati utilizzati che i risultati raggiunti, sono espressi in Euro.

Il sottoscritto evidenzia che, per semplicità, gli importi indicati sono stati arrotondati all'unità di Euro o alle migliaia di euro, in base a quanto specificato. Conseguentemente, eventuali incongruenze o difformità tra i dati riportati e tra questi e quelli riportati in altri documenti sono conseguenza di tali arrotondamenti.

6. La base informativa

Ai fini della predisposizione della presente Relazione è stata utilizzata dal sottoscritto la seguente base informativa:

- Bilanci, con relative Relazioni sulla gestione e Relazioni dell'organo di controllo, della ██████████ al 31 dicembre 2018, 2017, 2016, 2015, 2014 e 2013;
- Situazioni contabili analitiche riferite al 31 dicembre 2018, 2017, 2016, 2015, 2014 e 2013;
- Contratto di affitto di azienda stipulato in data 12/3/2020;
- Contratto estimatorio stipulato in data 12/3/2020;
- Perizia del patrimonio immobiliare di proprietà redatta dall'ing. ██████████
- Perizia dei beni strumentali redatta dal geom. ██████████
- Altri documenti di supporto alla valutazione.

Il sottoscritto nello svolgimento dell'incarico si è avvalso anche di dati ed informazioni estratti da banche dati e da siti specializzati come di volta in volta espressamente e meglio indicato.

Tutta la documentazione citata è conservata agli atti del sottoscritto.

In base all'incarico ricevuto e tenuto conto delle precisazioni e limiti di seguito riportati, il sottoscritto ritiene che la suddetta base informativa sia sufficiente per la formulazione del giudizio di stima.

Il sottoscritto evidenzia che gli elementi considerati sono stati oggetto di analisi o verifica esclusivamente in termini di ragionevolezza complessiva, come di seguito specificato.

7. I presupposti ed i limiti della stima

Il sottoscritto, al fine di interpretare correttamente le informazioni di seguito indicate, ritiene opportuno evidenziare i presupposti a cui la stima soggiace:

- l'analisi è stata sviluppata adottando come unità di stima l'azienda nel suo complesso, come di seguito meglio descritta, tenendo conto delle condizioni giuridiche ed economiche al momento della dichiarazione di fallimento;
- la valutazione è stata effettuata adottando l'ipotesi di continuità *[going concern]*;
- la stima è stata elaborata avendo riguardo agli scenari economici, sociali, normativi, regolamentari e competitivi esistenti alla data di riferimento della valutazione nonché alle informazioni economiche, finanziarie e patrimoniali disponibili e valutabili alla data odierna e tenendo conto degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può essere sottaciuta la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. La stima non tiene pertanto conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile [ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale ad oggi ignote e degli scenari politici e sociali internazionali]. È quindi inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella presente Relazione;
- con riferimento alla base informativa rileva che tutte le informazioni raccolte sono state utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione prescelte e sono state oggetto di analisi o verifica nei seguenti termini.

I dati estratti da banche dati pubbliche [es. ██████████ ecc.] sono stati assunti come affidabili.

I dati storici sono stati oggetto di analisi in termini di affidabilità e coerenza complessiva. In particolare, le principali attività di verifica condotte sono consistite in analisi documentali ed approfondimenti con l'ex legale rappresentante della società fallita volti all'esame dei principi e dei criteri utilizzati per la predisposizione dei bilanci, per la rilevazione dei principali fatti gestionali e per l'identificazione, rappresentazione e valutazione di attività, passività, costi e ricavi.

In particolare, con riferimento ai dati storici, il sottoscritto ha fatto affidamento sui dati risultanti dai bilanci d'esercizio oggetto di revisione legale dei conti.

- la valutazione non si basa su alcuna *hypothetical assumption*, ossia ipotesi che riguardano la manifestazione [o meno] di eventi futuri incerti oppure di eventi particolari;
- la valutazione non si basa su alcuna *special assumption*, cioè ipotesi che un normale operatore partecipante al mercato non formulerebbe alla data di valutazione in merito al contesto di riferimento e/o all'oggetto della stima.

In chiusura, il sottoscritto precisa che la valutazione, le conclusioni e le considerazioni sviluppate ai fini della presente Relazione non possono essere isolate dal contesto e dall'ambito nel quale sono state determinate.

8. Le principali difficoltà incontrate nella valutazione

Il sottoscritto fa presente che nello svolgimento dell'incarico ha riscontrato le seguenti principali difficoltà:

- il mercato in cui opera l'azienda è particolarmente complesso per cui risulta problematica la formulazione di previsioni e l'espressione di un giudizio sulla loro affidabilità;
- l'azienda non presenta *comparables* in termini di società quotate e, di conseguenza, la stima dei parametri di mercato è particolarmente difficoltosa e permeata di soggettività;
- il metodo di valutazione adottato ha richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso che ha comportato, tra l'altro, la scelta di una pluralità di parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni anche significative in relazione all'attuale situazione congiunturale;
- il flusso reddituale è stato normalizzato sulla base dei risultati storici non essendo disponibile un piano economico-finanziario previsionale.

9. L'unità di valutazione

L'unità di valutazione è costituita dal complesso aziendale così come individuato all'art. 2 del contratto di affitto di azienda stipulato in data 12/3/2020 con la società ██████████, con firme autenticate dal ██████████ registrato presso l'Agenzia delle Entrate, Direzione Provinciale ██████████, il 19/3/2020, al n. ██████████, serie 1T. In particolare, l'art. 2 prevede: "La ██████████ / ██████████ concede in affitto alla ██████████, che accetta l'azienda costituita:

- dal complesso industriale, costituito da immobili e terreni ("l'immobile"), sito in Belvedere Ostrense (AN), Via San Giovanni, 18, individuato e raffigurato [...] distinto:
nel Catasto Fabbricati del Comune di Belvedere Ostrense, Foglio 20, mappali:
 - 86, Via San Giovanni, piani terra e primo, Categoria D/1, rendita di euro 15.483,38;

-
- 94, Via San Giovanni, n. 4, piano terra, Categoria D/1, rendita di euro 12.466,00;
nel Catasto Terreni del Comune di Belvedere Ostrense, Foglio 20, mappali:
 - 98, Ha. 0,00,46, area rurale;
 - 99, Ha. 0,17,17, R.D. euro 4,43, R.A. euro 5,76;
 - 100, Ha. 0,18,90, R.D. euro 7,28, R.A. euro 8,25;
 - 117, Ha. 0,00,97, R.D. euro 0,25, R.A. euro 0,33;
 - 118, Ha. 0,00,32, R.D. euro 0,12, R.A. euro 0,14;
 - 165, Ha. 0,09,68, R.D. euro 2,75, R.A. euro 3,75;
 - 168, Ha. 0,05,68, R.D. euro 1,61, R.A. euro 1,61;
 - 169, Ha. 0,11,74, R.D. euro 3,19, R.A. euro 4,35;
 - 135, Ha. 0,01,79, R.D. euro 0,37, R.A. euro 0,55.
- da tutti i beni strumentali e arredi che sono analiticamente indicati nella perizia dell'ing. ██████████ [...] relativamente ai soli beni di proprietà, comunque rilevabili nei libri contabili della concedente, tutti destinati alla produzione industriale ed alla commercializzazione di mobili in kit, mobili in genere ed articoli di arredamento e la loro commercializzazione, in Italia ed all'estero, nonché alla lavorazione, produzione e commercializzazione di semilavorati per mobili di qualsiasi tipo, componenti ed accessori di arredamento.

Tutti detti beni mobili e l'immobile sono consegnati nello stato di fatto in cui si trovano che viene accettato dall'affittuaria obbligandosi a mantenerli in buono stato di funzionamento e conservazione.

Le parti si danno reciprocamente atto che alla data di sottoscrizione del presente atto non vi sono in essere contratti di lavoro dipendente.

Sono escluse dall'affitto di azienda:

- tutte le giacenze di magazzino, per le quali le stesse odierne parti andranno a sottoscrivere altro specifico accordo;
- tutti i contratti pendenti, in relazione ai quali, quindi, il subentro non avverrà in modo automatico. [...]"

Tenuto conto dell'entità del patrimonio immobiliare e della possibilità che l'azienda possa essere ceduta anche senza immobili verranno proposte due ipotesi valutative:

- a) valutazione del complesso aziendale comprensivo del patrimonio immobiliare;
- b) valutazione del complesso aziendale con esclusione del patrimonio immobiliare.

10. La descrizione dell'oggetto di stima

██████████ una società cooperativa, iscritta al Registro delle Imprese delle Marche al n. ██████████ ed al ██████████6 con sede legale in Belvedere Ostrense (AN), Via San Giovanni, 18 e con unità locale in Monsano (AN), Via Emilia Romagna, 45.

La società ha per oggetto: *"La ideazione, progettazione, lavorazione, produzione di mobili in kit, mobili in genere ed articoli di arredamento, e la loro commercializzazione, in Italia ed all'estero, all'ingrosso ed al dettaglio, con qualsiasi mezzo di vendita, nonché la lavorazione, produzione e commercializzazione di semilavorati per mobili di qualsiasi tipo, componenti ed accessori di arredamento. La cooperativa potrà anche, in relazione ai beni sopra elencati, ricevere mandati di agenzia e/o di rappresentanza con o senza deposito. La cooperativa ha altresì per oggetto la prestazione di consulenza e servizi commerciali, tecnico produttivi, progettuali, nei settori sopra indicati, ivi compresa la gestione di magazzini materie prime e prodotti finiti, nonché di servizi amministrativi [...]"*.

██████████ opera nel settore del mobile e si è specializzata nella produzione di mobili in kit destinati al mercato italiano ed estero. L'azienda nel corso degli anni ha acquisito un *know how* produttivo che le consente di offrire alla sua clientela un servizio completo dalla progettazione al post-vendita. La particolarità estetica che contraddistingue il prodotto è la finitura lucida dei mobili. Tale finitura è ottenuta con una tecnologia di verniciatura a lucido diretto, molto economica che però risulta, comunque, sufficiente per il livello di prezzo a cui i mobili sono proposti e che differenziano tali prodotti nei confronti della concorrenza europea, fornendo argomento rilevante per attirare i clienti finali che percepiscono la differenza di qualità come motivo di preferenza.

I clienti si possono suddividere in due categorie:

- a) canale tradizionale;
- b) canale e-commerce;

Il cliente principale è ██████████, cioè il terzo *marketplace* più visitato in Germania. Dopo ██████████ ed ██████████, ██████████ è il principale canale online in Germania ed ha 9 milioni di utenti attivi.

I principali clienti esteri sono:

- ██████████ – Germania – Web;
- ██████████ – Svizzera – Negozi;
- ██████████o – Germania – Web;
- ██████████ – Croazia – Negozi;
- ██████████ – Serbia – Negozi;
- ██████████ – Germania – Web;

-
- ██████r – Gran Bretagna – Web;
 - ██████ – Francia – Negozi;
 - ██████ – Francia – Web;
 - ██████ – Kuwait – Web;
 - ██████ – USA – Web;

I principali clienti italiani sono:

- ██████ – Negozi;
- ██████e – Web;
- ██████ – Web;
- ██████i – Web;
- ██████ – Web.

I principali *competitors* italiani sono costituiti da LC S.p.A. e Nuova Esterno Mobili S.r.l.

La società affittuaria successivamente alla sottoscrizione del contratto di affitto di azienda, avvenuto il 12/3/2020, ha assunto dipendenti. Al 30/11/2020 l'azienda ha in forza n. 40 dipendenti – soci e n. 20 dipendenti tramite contratti con società di lavoro interinale.

11. Lo svolgimento della valutazione

Il sottoscritto ha avviato il processo di stima immediatamente dopo aver ricevuto l'incarico e, con decorrenza da tale data, ha reperito le informazioni necessarie.

Acquisita tutta la documentazione e gli elaborati contabili, il sottoscritto ha eseguito le necessarie analisi nei limiti di quanto occorrente ai fini della presente Relazione. Successivamente ha scelto il metodo di valutazione e ne ha effettuato la sua applicazione.

Il processo di stima si è concluso con la redazione e sottoscrizione della Relazione di stima contenente il giudizio di valore.

11.1 Le considerazioni generali sui metodi di valutazione applicabili

Il sottoscritto per far meglio comprendere le scelte metodologiche effettuate, esamina succintamente i principali metodi di valutazione del capitale economico aziendale per individuarne la compatibilità con il caso di specie.

I metodi più frequentemente suggeriti dalla dottrina, quali punto di riferimento per l'analisi valutativa, possono essere suddivisi in metodi analitici e metodi di mercato.

I **metodi analitici** forniscono una stima del valore di un'azienda sulla base dei suoi fondamentali attuali e prospettici e sono adatti a stimare il valore intrinseco di un'azienda.

I **metodi di mercato**, invece, attraverso l'utilizzo di appositi multipli, confrontano il prezzo di mercato ad alcune grandezze fondamentali, come il fatturato e il risultato operativo, di un campione di società comparabili per mix di business e posizionamento nel mercato di riferimento con quello oggetto di valutazione.

I metodi finanziari consistono nell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri che verranno generati da un'azienda, ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale, il quale riflette il grado di rischio dell'investimento. Si basano, quindi, sul presupposto che il valore di un'attività o di un ramo aziendale sia frutto dei rendimenti che verranno distribuiti agli azionisti, misurabili tramite la capacità di generare flussi di cassa. L'affidabilità delle stime circa l'orizzonte temporale in cui le risorse finanziarie si genereranno dipende dalla difficoltà di previsione dei flussi finanziari e viene misurata tramite l'applicazione di tassi di attualizzazione coerenti con il maggior grado di incertezza che questi presentano.

I metodi reddituali apprezzano la capacità di generare reddito dell'azienda o delle attività oggetto di valutazione. I presupposti teorici e lo sviluppo dell'analisi sono simili a quelli descritti per i metodi finanziari, mentre il parametro di riferimento principale per le valutazioni non sarà rappresentato da un flusso di cassa, ma da un flusso reddituale che non tiene conto delle politiche di gestione degli investimenti e del circolante adottate dall'azienda da valutare.

I metodi patrimoniali stimano l'azienda principalmente in funzione del valore corrente delle attività, comprese quelle immateriali non registrate in bilancio. Il metodo patrimoniale complesso fornisce un valore dell'azienda inclusivo della stima dell'avviamento, espressione della posizione di mercato occupata dalla stessa. Tale metodo, che viene sviluppato a partire da grandezze *stock*, ed è maggiormente significativo quando l'azienda valutata ha una posizione di mercato consolidata e sono disponibili nella prassi valutativa del settore di appartenenza parametri empirici caratterizzati da un elevato grado di condivisione. Dati questi presupposti, il metodo risulta adeguato in situazioni di mercato maturo e con aziende leader; appare meno appropriato il suo utilizzo in situazioni molto instabili e volatili quali, per esempio, quelle di aziende in fase di *start-up* e con situazioni di *turnaround*.

I metodi misti combinano le caratteristiche dei metodi patrimoniali e reddituali sopra descritti fornendo generalmente valori compresi fra quelli stimabili con le due metodologie indicate.

I metodi di mercato valutano un'azienda con riferimento ad analoghe valutazioni espresse da quotazioni di Borsa di aziende operanti nello stesso settore o da valori di mercato rilevabili attraverso l'analisi di operazioni di compravendita o altre operazioni di finanza straordinaria relativamente ad aziende comparabili. La

maggior criticità nell'applicazione di questi metodi è rappresentata dalla scelta del campione di riferimento che deve essere costruito avendo riguardo agli indicatori specifici del settore quali dimensione, segmenti di mercato serviti, diffusione territoriale, diversificazione dei prodotti, fattori di rischio, tasso di crescita.

Il metodo dei Multipli di Borsa valuta la società con riferimento a quotazioni di Borsa di società confrontabili operanti nello stesso settore e obiettivo di tale metodologia è stabilire, in rapporto al grado di comparabilità dell'azienda valutata con il campione di riferimento, parametri ragionevolmente utilizzabili per la società oggetto di valutazione.

Il Metodo delle Transazioni Comparabili si basa sull'applicazione dei multipli rilevati per operazioni di compravendita di aziende comparabili. L'applicabilità di questo metodo dipende dalla disponibilità di un certo numero di operazioni riferibili ad aziende effettivamente confrontabili e dalla possibilità di definire un campione di transazioni statisticamente rilevante.

I Principi Italiani di Valutazione evidenziano che, ai fini qui rilevanti, il valore di mercato può essere stimato con tutte le metodiche sopra indicate.

11.2 La scelta metodologica

La scelta del metodo di valutazione tra quelli analizzati è stata effettuata con riferimento alle caratteristiche e peculiarità intrinseche dell'oggetto di valutazione nonché tenendo in considerazione le finalità della presente stima sopra richiamate che si intendono assolte ogniqualvolta si ravvisi l'adozione di criteri volti ad addivenire a una valutazione quanto più possibile:

- generale ed astratta, ossia che prescindendo da interessi particolari;
- razionale, ovvero basata su uno schema logico, chiaro e condivisibile;
- obiettiva, nel senso che sia dimostrabile;
- stabile, intesa come indipendente da elementi rapidamente mutevoli;
- prudente, cioè in grado di evitare sopravvalutazioni che non sarebbero utili ai fini delle decisioni alla cui formazione la presente stima contribuisce.

In pratica, il perito, nella scelta metodologica:

- deve privilegiare i criteri che conducono a risultati quanto più possibile stabili e condivisibili, ben considerando le finalità della valutazione nonché la configurazione di valore di riferimento e gli attributi della stessa;
- deve, in ogni caso, privilegiare nella scelta del metodo, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione delle singole grandezze [dati, tassi, fattori di rischio e quant'altro], approcci volti a perseguire razionalità e professionalità del giudizio;

-
- non deve fondarsi su criteri che determinino il valore dell'oggetto di stima meramente in funzione di scelte soggettive del perito, del soggetto conferente l'incarico o di terzi eventualmente coinvolti;

Tenuto conto della finalità della stima, delle specificità dell'oggetto di stima e dei dati disponibili, il sottoscritto ha ritenuto opportuno procedere come segue.

Il valore dell'azienda sarà stimato adottando il c.d. *approccio misto* che prevede la considerazione congiunta dei profili patrimoniali e dei flussi reddituali attesi della società. Tale approccio permette, infatti, di tenere conto esplicitamente della consistenza patrimoniale del complesso aziendale e delle sue prospettive reddituali. La stima esplicherà il valore delle attività, eventualmente rettificata per considerare i plus/minusvalori latenti, nonché delle prospettive reddituali sintetizzate all'interno di un valore qualificabile come avviamento, positivo o negativo, stimato in via autonoma o quale differenziale tra valore dei flussi di risultato attualizzati e valore del capitale netto rettificato. Tale approccio rientra nella categoria dei criteri economico-analitici o assoluti e rappresenta un modo per combinare approcci *asset-based* e approcci *income-based*.

Nell'ambito degli approcci misti, il sottoscritto ha scelto di utilizzare il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento. Tale metodo è quello maggiormente raccomandato nell'ambito degli approcci misti [██████████, 2009] in quanto consente di individuare i sovra-redditi attesi, garantisce analiticità, perché effettua distintamente la valutazione per ciascun elemento del patrimonio, nonché consente di combinare una visione statica, specifica propria degli approcci patrimoniali, con una dinamica-prospettica, tipica dei metodi reddituali. Nel caso in esame, è stato sviluppato il metodo misto secondo la logica *asset side*.

Il sottoscritto non ritiene opportuno utilizzare metodi di tipo reddituale o finanziario per l'assenza di piani economico-finanziari pluriennali e in quanto parzialmente replicativi del metodo scelto. Parimenti, non verranno utilizzati metodi empirici stante la loro limitata razionalità e dimostrabilità.

12. La stima del valore aziendale comprensivo del patrimonio immobiliare

Il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento permette di unire la stima del capitale netto rettificato, per riesprimere i valori contabili in termini di valori correnti di mercato, e la stima del capitale economico con metodo reddituale. La combinazione di tali metodi, propedeutica a esprimere il valore riconducibile all'avviamento, può avvenire attraverso vari modelli.

Il modello scelto si basa sulla seguente formula:

$$\mathbf{W} = \mathbf{K} + \mathbf{G} = \mathbf{C} - \mathbf{D} + \mathbf{G}$$

dove:

W = valore capitale economico; **K** = capitale netto rettificato; **G** = goodwill – (badwill) [avviamento]; **C** = Capitale operativo netto; **D** = debiti finanziari

Conseguentemente, il sottoscritto procederà all'applicazione del metodo come segue:

1. stima del capitale netto rettificato;
2. stima del valore dell'avviamento;
3. stima del valore aziendale;
4. analisi di sensitività.

12.1 La stima del capitale netto rettificato

La metodologia di stima del capitale netto rettificato, in generale, si sostanzia nella rettifica del capitale netto dell'azienda [o del ramo d'azienda] da valutare mediante un procedimento che si articola nelle seguenti fasi:

- a) individuazione degli elementi da prendere in considerazione e di quelli, invece, da trascurare;
- b) riespressione degli elementi attivi e passivi secondo il loro valore corrente [stimato oppure desunto dal mercato];
- c) attualizzazione dei crediti e dei debiti [eventuale];
- d) determinazione del capitale netto rettificato.

Il processo di stima richiede, pertanto, di procedere all'individuazione delle attività e delle passività dell'azienda e, successivamente, alla loro riespressione a valori correnti.

Nel patrimonio dell'azienda risultano compresi i terreni ed i fabbricati che formano la struttura dello stabilimento industriale sito nel Comune di Belvedere Ostrense (AN), Via San Giovanni, 18 e gli impianti, macchinari, attrezzature, mobili e macchine d'ufficio. Tra gli elementi patrimoniali di pertinenza dell'azienda non sono inclusi ulteriori poste attive [rimanenze, crediti e partecipazioni], né debiti o altre componenti passive del patrimonio.

Le immobilizzazioni materiali che rientrano nel perimetro dell'azienda comprendono i terreni ed i fabbricati, gli impianti, macchinari, attrezzature, mobili e macchine d'ufficio.

Con riferimento alla composizione dell'azienda, le immobilizzazioni materiali ed in particolare i terreni e fabbricati, costituiscono una voce preponderante ai fini della determinazione del valore economico dell'azienda stessa.

Da quanto sopra esposto risulta evidente l'importanza che la corretta valutazione delle immobilizzazioni tecniche riveste ai fini della presente Relazione di stima, così come la necessità di individuare un criterio di valutazione che sia il più possibile rispettoso di quei requisiti di razionalità, obiettività e generalità propri di un'attendibile metodologia valutativa del capitale economico di un'azienda.

La migliore dottrina economico-aziendale¹ individua tre diversi possibili criteri per la valutazione delle immobilizzazioni tecniche:

- metodo del valore corrente di mercato;
- metodo del costo corrente [di riproduzione o di sostituzione del bene];
- metodo del valore di sostituzione per stralcio.

Il metodo del valore corrente di mercato consiste nella stima dei beni secondo il valore che sarebbe comunemente assegnato dal mercato a beni ad essi simili, sulla base del rapporto domanda-offerta. Tale criterio, proprio perché presuppone l'esistenza di un significativo mercato di riferimento per il bene in esame, con negoziazioni frequenti e quotazioni sufficientemente affidabili, trova applicazione per quelle sole categorie di immobilizzazioni tecniche come terreni, fabbricati, automezzi, per le quali siano riscontrabili elementi di riferimento di mercato tali da garantire, attraverso prezzi sufficientemente omogenei per età del bene, suo stato di usura, un'adeguata attendibilità del valore assegnato dal valutatore. La natura stessa del metodo, inoltre, proprio perché presuppone intrinsecamente che i beni da valutare possano essere ceduti separatamente gli uni dagli altri e in tempi rapidi, restringe la sua corretta applicabilità alle sole immobilizzazioni tecniche non funzionali, o quantomeno non più tali, all'ordinario svolgimento dell'attività tipica dell'impresa quale si riferiscono.

Il metodo del costo corrente trova generalmente applicazione in tutte quelle occasioni in cui i beni oggetto di stima non sono correttamente valutabili attraverso i dati forniti da un persistente e consolidato mercato dell'usato e individua il valore del bene attenendosi ad uno dei seguenti criteri:

- del costo di ricostruzione [o riacquisto o riproduzione];
- del costo di sostituzione [o rimpiazzo].

¹ Vedasi tra gli altri: ██████████, *La valutazione dei cespiti*, Egea, Milano, 1989, pagg. 4 e segg.; ██████████ *Valutazione delle aziende*, Utet, Torino, 1990, pagg. 15 e segg.

Il primo criterio stima il valore dell'immobilizzazione assegnando ad essa un valore pari all'importo della somma che sarebbe necessario investire per acquisire, porre in opera e mettere in funzione un cespite identico, per caratteristiche tecniche ed operative, a quello oggetto di analisi. Il secondo criterio associa all'immobilizzazione un valore pari a quello del bene o dei beni che sarebbe necessario acquistare per porre in essere un investimento che, seppur non identico a quello oggetto di valutazione per via dello sviluppo tecnologico nel frattempo intervenuto, sia ad esso sostanzialmente equipollente, per rendimento qualitativo e quantitativo.

È chiaro che il criterio del costo di ricostruzione si presta ad essere adottato in tutte quelle situazioni in cui l'acquisto di un cespite identico a quello da valutare costituisca, in astratto, il sistema economicamente più conveniente o l'unico concretamente praticabile per rimpiazzare quest'ultimo. In tutte quelle circostanze in cui non dovesse accadere, poiché alla data di riferimento della valutazione l'innovazione tecnologica fa risultare più vantaggioso ricorrere all'acquisto di un bene succedaneo ed equivalente in termini di utilità economica a quello da valutare o ha reso realisticamente non più praticabile la strada di una riproduzione dello stesso, il criterio da prediligere sarà quello del costo di sostituzione.

La corretta applicazione del costo corrente presuppone che il valore da assegnare in sede di valutazione ai cespiti oggetto di stima sia debitamente ridotto per tenere conto di tutti quegli aspetti che determinano la sua inferiorità rispetto a quello che bisognerebbe assegnare ad un corrispondente bene di nuovo acquisto.

Nel caso di applicazione del criterio del costo di ricostruzione occorre tener conto sia degli aspetti tecnici sia di quelli economici, entrambi riconducibili alla minor vita economica residua del bene, alla sua inferiorità operativa dovuta all'usura ed alla minore produttività rispetto a quella di un'immobilizzazione appena acquisita ed al minor valore che al bene stesso deriva da fattori esogeni quali, l'ubicazione, i costi di approvvigionamento di fattori produttivi, i vincoli derivanti dalle norme poste a tutela dell'ambiente.

Nel caso in cui si ricorra all'applicazione del criterio del costo di sostituzione, poiché in tal caso occorre far riferimento al complesso degli oneri che sarebbe necessario sostenere per rimpiazzare il bene da valutare con uno che, pur beneficiando delle innovazioni tecnologiche intervenute, sia equivalente per utilità ad esso, occorrerà tener conto, oltre che all'obsolescenza tecnica e di quella economica, anche di quella funzionale, ossia dei minori costi operativi generalmente associati ad un cespite di concezione più moderna sotto i più svariati profili.

Il metodo del valore di sostituzione per stralcio assegna al bene un valore pari alla somma che sarebbe possibile incassare dalla sua vendita in occasione della cessazione dell'attività d'impresa e liquidazione del suo patrimonio. Il criterio trova materialmente applicazione assumendo come valore quello ottenuto mediante l'impiego di uno degli altri due metodi sopra descritti, debitamente ridotto per tener conto di tutta quella serie di circostanze inerenti l'ipotetica cessione che potrebbero incidere negativamente sul valore

complessivo della somma realizzabile, dalla aleatorietà tipica di ogni operazione di negoziazione alle varie spese che si renderebbero necessarie per portare a compimento l'operazione di vendita.

Le oggettive difficoltà che il processo di stima del valore delle immobilizzazioni tecniche di un'azienda secondo i tre metodi sopra illustrati presenta, portano il sottoscritto ad avvalersi dell'assistenza di un perito indipendente e specializzato che, iscritto in appositi albi professionali, possa offrire adeguate garanzie circa l'attendibilità delle valutazioni fornite e dei pareri tecnici espressi.

Terreni e fabbricati

Nel caso in esame la stima del valore dei terreni e fabbricati che formano la struttura dello stabilimento di Belvedere Ostrense (AN) è stata effettuata dall'ing. ██████████ perito nominato in data 20-22/7/2020 dall'Ill.mo Giudice delegato al fallimento ██████████ dott.ssa Giovanna Bilò, per la valutazione del patrimonio immobiliare.

Le conclusioni alle quali è pervenuto l'ing. ██████████, sulla base dei dati e delle informazioni reperite nel corso dell'espletamento dell'incarico, vengono sintetizzati nella seguente tabella.

n.	Catasto	Foglio	Mappale	Descrizione	Consistenza	Valore
1	Fabbricato	20	86	Opificio con uffici e corte	6.920 ca. mq	1.844.000
2	Fabbricato	20	94		3.350 ca. mq	
3	Terreni	20	98	Terreno edificabile a destinazione produttiva	46 mq	76.000
4	Terreni	20	99		1.717 mq	
5	Terreni	20	100		1.860 mq	
6	Terreni	20	117		97 mq	
7	Terreni	20	118		32 mq	
8	Terreni	20	165		968 mq	
9	Terreni	20	168		568 mq	
10	Terreni	20	169		1.124 mq	
11	Terreni	20	135		179 mq	

Da quanto sopra esposto, per la determinazione del capitale netto rettificato [K], il valore dei "terreni e fabbricati" facenti parte dell'azienda e riespressi in termini correnti è assunto pari ad euro **1.920.000,00**.

Impianti, macchinari, attrezzature, mobili e macchine d'ufficio

Con riferimento agli impianti, macchinari, attrezzature, mobili e macchine d'ufficio, non essendo possibile, alla data di redazione del presente elaborato, disporre delle informazioni necessarie per riesprimere a "valori economici" tali immobilizzazioni mediante l'applicazione dei tre metodi sopra descritti, il sottoscritto ha ritenuto opportuno assumere, quali dati di partenza, quelli contenuti nella perizia redatta dal geom. ██████████ ██████████, professionista nominato in data 14-16/6/2020 dall'ill.mo Giudice delegato al fallimento ██████████ ██████████ dott.ssa Giovanna Bilò, per la valutazione dei beni mobili.

Impianti, macchinari ed attrezzature di proprietà

Il valore degli impianti, macchinari ed attrezzature di proprietà è stato suddiviso in funzione dell'ubicazione degli stessi [Belvedere Ostrense e Monsano].

Il valore dei beni ubicati presso la sede di Belvedere Ostrense [AN] viene di seguito indicato.

n.	Q.tà	Descrizione	
1	1	sezionatrice angolare matricola DO155BC anno 1195 completa di: scaricatore. Sezionatrice RBO tipo lifter sc. d. T/pinze matricola 912971 anno 1991. banco rulli in uscita. Banco ventilato per smaltimento pannelli CMB costruzione meccanica boccalini. Nastro trasportatore per scarti. scaletta a nastro per raccolta scarti materiale matricola TT-062304 anno 2004	85.000
2	1	squadratrice Gabbini Panelmatic-1 Matricola 351-D21 Anno 1998 completa di: banco a rulli motorizzato M.L. 3,48, traslatore a cinghie L=5000 MM larghezza 3000MM nastro trasportatore neomec Tipo TR-NA 1000x6500, matricola m000039, anno 2002, banco a rulli e conghie ingresso squadratrice	15.000
3	1	squadraborda IDMACTIVA2 SB1/2 9900 matricola AH003587. Anno 2001	25.000
4	1	caricatore Tomassini tipo Rapid 130 C Matricola 94FE24, anno 1994. Foratrice Biesse tipo Techino ON Matricola 609/92 Anno 1992. Foratrice Spinatrice Biesse Tipo Infotechino matricola 570/91 Anno 1991. Scaricatore Tomassini Tipo Rapid 130 s Matricola 94FE25 Anno 1994 - n. 2 banchi a rulli in entrata ed uscita Anno 2006	12.000
5	1	Foratrice Morbidelli Tipo U550 Matricola AL 2850 Anno 1995	5.000
6	1	Foratrice Biesse Tipo Techino matricola 205/87 Anno 1987 completa di sollevatore meccanizzato	4.000
7	1	Foratrice mettispine manuale due Biesse tipo spinatrice modello 013B Anno 2007	2.000
8	1	n. 2 caricatore RBO tipo tornado S/1000 matricola 923109 Anno 1992 - Banco a rulli e cinghie RB	20.000
9	1	foratrice stemas manuale - squadratrice/foratrice manuale matricola FAL 02094 Anno 1994	250
10	1	bordatrice biesse modello Milenium Iccrea matricola 80.445 Anno 1998	200
11	1	sega circolare SC 1500	150
12	1	H-bordatrice monolato IDM tipo mignonette anno 1987	300
13	1	toupe Comag matricola 641193 Anno 1963	100
14	1	foratrice manuale per fori su mensole	150
15	1	bordatrice per sagomato manuale L.B.	500
16	1	pantografo SCM tipo R9	150
17	1	foratrice vitap per forature manuali su fianco pannello con testa a 25 mandrini	125
18	1	foratrice Biesse Tipo Techino matricola 739/87 Anno 1990	300
19	1	foratrice manuale Biesse forecon 51	50
20	1	troncatrice manuale OMS	100
21	1	squadratrice IDM tipo Activa/2 matricola AH003464 Anno 2001 completa di sollevatore M.L. 2,50	16.000
22	1	sezionatrice verticale meniconi sezione verticale matricola 6140191 Anno 2008	150
23	1	sega da banco RAS 8101 sega radiale RAS 8101	150
28	1	incelofanatrice noxon avvolgitrice estensibile matricola 04R100600102	1.000
29	1	strettoio stemas modello STA90/45 matricola 047	500
30	1	estintore carrellato a polvere 50 kg	50
31	1	estintore carrellato a polvere 12 kg	30
32	38	scaffalatura pesante in acciaio - M.L. 7,4X1 H. 2 - M.L. 9,5X1 H. 2,40 - 16,7X1 H. 1,2 - M.L. 5X1,2	57.760
33	1	giropannelli manuale	750
34	1	rulliere: n. 16 M.L. 7 - n. 24 M.L. 12,75 - n. 3 M.L. 2,3 - n. 4 M.L. 2,8 - n. 2 M.L. 5,30 - n. 15 M.L. 12,35 - n. 1 M.L. 6,75 - n. 1 M.L. 5,45 - n. 1 M.L. 4,5 - n. 2 M.L. 6,20 - n. 2 M.L. 8,2 - n. 2 M.L. 9,15 - n. 3 M.L. 4,7 - n. 3 M.L. 2,1 - n. 22 M.L. 11,85 n. 2 - M.L. 1,7 - n. 8 M.L. 3,0 - n. 5 M.L. 7,5 - n. 3 M.L. 4,2 - n. 1 M.L. 3,6 - n. 6 M.L. 11,15 - n. 1 M.L. 14 - n. 2 M.L. 13,2 - n. 1 M.L. 12	5.660
35	1	carrello transfer cataste	150
36	1	cassone ribaltabile	150
37	1	carrello	10
38	1	navetta trasferimento linea trasporto cataste M.L. 67,35	500
39	1	n. 1 armadietto metallico a 5 sportelli - n. 4 armadietti metallici a 2 sportelli	30
40	1	centro di lavoro Biesse mod Rover 322 matricola 65166 Anno 1996	6.000
41	1	carrello a batteria cesab Ecop80	8.000
42	1	carrello a batteria Still 35 q.li	5.500
43	1	reggistrici manuali con n. 2 portareggette	30
44	1	carrello elevatore flash pieralisi 4.20 AC	3.000
46	1	n. 2 banchi a rulli M.L. 3 - n. 4 banchi a rulli M.L. 7 - n. 2 reggiatrice da banco - n. 3 banchi motoriz	1.000
47	1	trapano a colonna Ruffetti	125
48	1	saldatrice CMM 280 - n. 2 saldatrici cement S1601	650
49	1	molletta doppia	30
50	1	troncatrice a nastro Shark 260 per ferro e alluminio	200
51	1	tornio excelsior mazzoni 250	700
52	1	fresa debea per ferro e alluminio	125
53	1	pressa	100
55	1	carrellino	10
56	1	apiratore base 440	20
57	1	pompa per grasso	50
58	1	carrello portautensili beta	80
59	1	scala doppia in alluminio a 8 gradini	15
60	1	mola a 2 posizioni Felicetti	30
61	1	Mola/affilatrice Gipsy	40
62	1	deumidificatore aria compressa parker Hiros n. 398833010001 - Anno 2015	400
63	1	compressore ceccato aria compressa Dra 125 multicontrol - n. 1 compressore RL60 - n. 2 compr	15.000
64	1	banco a rulli M.L. 4	400
65	1	scala a ponte in ferro	50
66	1	Rulliere n. 14 M.L. 6,75 - n. 29 M.L. 10,34	1.250
68	1	carrello su rotaie	100
69	1	idropultrice	50
70	1	poltroncina - scrivania - cassettera	15
71	1	n. 7 sedute - scrivania - n. 2 librerie a 3 ante e vani a giorno - n. 20 sedie in plastica	130
72	1	cassa ribaltabile porta scarti	150
75	1	ricambi per macchinari - materiale usato	150
76	1	minuteria - attrezzi - utensili - officina	100
77	1	sottostazione aspirazione n. 1 linea sezionatrice - n. 2 linea squadatura n. 1 foratrice	750
78	1	serbatoio gasolio - rottame	50
80	1	armadietti spogliatoio n. 1 a 3 sportelli - n. 2 da 5 sportelli	75
81	1	frigorifero - cucina componibile M.L. 3 - seduta - n. 3 sedie in plastica	50
82	1	tettoia esterna	3.000
84	1	autocarro daily - targa: [REDACTED] - anno 1999	1.250
		Totale	301.940

Il valore dei beni ubicati presso l'unità locale di Monsano [AN] viene di seguito indicato.

n.	Qtà	Descrizione	
1	1	Linea imballaggi LGR Group con 4 banchi rullo in gomma M.L. 10,5 ciascuno	50.000
2	1	Carrello elevatore Peralisi Flasch 3,18 - batteria non di proprietà ma a noleggio	3.000
3	3	Banco confezionamento ricambi per mobili	1.800
4	1	Carrello elevatore Peralisi Flasch 3,18 - batteria non di proprietà ma a noleggio	3.000
5	1	Soppalco in acciaio - Misura M.L. 2,60 x 3,60 - H 4,75	500
6	47	Rulliera in acciaio da M.L. 3	564
7	3	Estintore a polvere da 50 kg carrellato	150
8	21	Estintore a polvere da 6 kg	168
9	2	Estintore a CO2 da 5 kg	24
10	6	Rulliera in acciaio da M.L. 6	144
11	6	Carrello transfer a rulli su binario	450
12	4	Carrello ribaltabile porta trucioli	400
13	7	Rulliera in acciaio da M.L. 8,10	224
14	3	Scaffalatura pesante in acciaio Metalsistem M.L. 3x1 H 3,9	75
15	3	Scaffalatura pesante in acciaio Metalsistem M.L. 3x1 H. 5	90
16	3	Scaffalatura pesante in acciaio Metalsistem M.L. 3x1 H. 3,66	90
17	1	Carrello elevatore Peralisi 902 OMG - Caricabatteria RTM G-59	3.000
18	2	Transpallet Manuale	80
19	6	Scaffalatura pesante in acciaio Metalsistem M.L. 5,60x1 H. 5	168
20	1	Scala in metallo a 6 gradini	30
21	1	Impacchettatrice Ferramenta Pentavac - Modello Penta - Tipo 2100 - Matricola 1078 - Anno 2007	1.200
22	1	Scalsetta elettrica Virgilio Nastri - Modello CBMG - Matricola 7806 - Anno 2002	125
23	1	Bilancia contapezzi	150
24	4	Scaffalatura pesante in acciaio Metalsistem M.L. 3,8x0,8 H. 3	95
25	14	Rulliera in acciaio M.L. 4	224
26	5	Scaffalatura pesante in acciaio Metalsistem M.L. 4,6x1 h. 3	115
27	6	Scaffalatura pesante in acciaio Metalsistem M.L. 5,6x0,8 H. 2,30	140
28	1	Rulliera in acciaio M.L. 6	24
29	1	Rulliera in acciaio M.L. 8,50	34
30	19	Scaffalatura pesante in acciaio Metalsistem M.L. 18,8X0,6 H. 4,80	564
31	1	Carrello elevatore Peralisi Flasch 4,20 - batteria non di proprietà ma a noleggio	2.500
32	1	Compressore Ceccato CRA 60	1.500
33	1	Compressore Rotorlife - Modello 7272 - Matricola 2-303 - KW 37 - Anno 1992	1.000
34	1	Serbatoio aria compressa SICC - Litri 900 - Anno 2008	125
35	1	Essiccatore Ceccato DLX65A	150
36 bis	1	Compressore CMBB 500 Litri - Anno 1998 - con 2 gruppi da 2 cilindri - obsoleto	20
36	588	Tunnel zoppo copertura mobile misura M.L. 49x12	8.820
37	1	Carrello elevatore Peralisi Flasch 4,18 - batteria non di proprietà ma a noleggio	3.000
38	1	Carrello elevatore Peralisi Flasch 4,18 - batteria non di proprietà ma a noleggio	3.000
41	1	Carrello elevatore Linde - Modello E18	1.800
42	1	Tettoia esterna	900
43	1	Cisterna acqua su bancale - litri 1.000	50
44	1	Carrello Porta rifiuti	250
45	12	Scaffalatura pesante in acciaio M.L. 12,2x1 H. 6	793
46	1	Box prefabbricato a 2 livelli	750
47	8	Armadietto spogliatoio: n. 7 da 5 sportelli - n. 1 da 4 sportelli	80
48	1	Carrello elevatore Still RX 20-18	5.000
49	26	Scaffalatura pesante acciaio doppia M.L. 8,5x3 H. 6	1.020
50	6	Scaffalatura pesante in acciaio M.L. 5,6x1,20 H. 4	168
52	28	Scaffalatura pesante in acciaio M.L. 19x1,20 H.3 - M.L. 4x1 H. 3 - M.L. 4,75x1 H. 3	555
53	278	Scaffalatura drive INN M.L. 16,40x1,40 H. 6 (n. 17 linee) M.L. 278,80	8.340
55	1	Transpallet elettrico manuale Yale modello MP20X matricola C843X02201D anno 2006	800
56	1	Compressore Ceccato 50 litri	20
57	3	Transpallet manuale	120
58	1	Incelofanatrice Naxon Modelli Massi 1 Matricola 1005000038 anno 2000	500
		Totale	107.889

Mobili e macchine d'ufficio di proprietà

Il valore dei mobili e macchine d'ufficio di proprietà è stato suddiviso in funzione dell'ubicazione degli stessi [Belvedere Ostrense e Monsano].

Il valore dei beni ubicati presso la sede di Belvedere Ostrense AN] viene di seguito indicato.

n.	Q.tà	Descrizione	
1	1	tavolo rotondo con piano in vetro	60
2	5	sedia con struttura in metallo e seduta similpelle	50
3	1	mobile basso in legno a 5 sportelli	120
4	1	bancone reception con mobile basso a 2 sportelli e cassetiera	90
5	1	armadio rack	100
6	4	mobile basso a 2 sportelli	120
7	1	armadio composto da n. 34 colonne con sportelli e vani a giorno	1.020
8	8	scrivania angolare	360
9	9	cassetiera	135
10	6	poltroncine su ruote	60
11	4	split	200
12	1	stampante hp color laserjet CP1515N	20
13	1	tavolino	20
14	2	cestino	4
15	2	pc completo di monitor, tastiere e mouse	120
16	1	stampante etichette zebra	90
17	1	orologio da parete	2
18	1	poltroncina	10
19	1	scrivania angolare	45
20	2	mobile basso a 2 ante	60
21	1	mobile basso	30
22	4	poltroncina a seduta fissa	40
23	2	sedia girevole	20
24	1	tavolo ovale	120
25	1	armadio a 8 ante e vano a giorno	80
26	1	split	50
27	2	split	100
28	1	mobile basso a 8 ante	120
29	2	armadio a 4 ante e vani a giorno	180
30	1	classificatore in metallo a 4 cassetti	5
31	1	scrivania a angolo	45
32	3	scrivania	90
33	2	monitor	20
34	2	split condizionatore	100
35	1	pc completo di monitor e tastiera	60
36	1	mobile basso a 2 ante e 2 cassetti	45
37	1	armadio a 6 ante	120
38	1	split	50
39	1	pc dell - leasing	0
		Totale	3.961

Il valore dei beni ubicati presso l'unità locale di Monsano [AN] viene di seguito indicato.

n.	Q.tà	Descrizione	
1	5	n. 4 mobile basso a 2 sportelli - n. 1 mobile basso a 3 sportelli	75
2	6	n. 4 scrivanie ad angolo M.L. 180x80 - n. 1 allungo laterale - n. 2 elementi ad angolo	180
3	3	Cassettiere	45
4	3	Poltroncina	15
6	1	Bancone reception con piano in vetro	120
7	1	Estintore CO2 da 5 kg	8
8	1	Estintore a polvere da 6 kg con asta	15
9	1	divano in ecopelle	120
11	5	scrivania	150
12	5	cassettiera a 3 cassetti	75
13	5	poltrona	50
14	2	armadio a 4 sportelli	130
15	1	mobile portastampante	90
16	1	mobile basso a 2 sportelli	60
17	1	stampa con cornice in legno	20
19	6	mobile basso a 2 sportelli	270
20	2	armadio a 4 sportelli e vani a giorno	180
21	1	tavolo misura cm 120x180	90
22	2	armadio a 4 sportelli	180
23	1	estintore a polvere da 6 kg	8
24	2	Poltroncina	20
25	6	sedia	60
28	1	divano a 2 posti in ecopelle	120
29	1	Estintore a polvere da 6 kg	8
30	1	Estintore a polvere da 6 kg con asta	15
32	1	tavolo ovale	150
33	11	sedia con struttura in metallo e sedia in ecopelle	165
34	2	poltroncina su ruote	20
35	1	scrivania con piano in vetro	60
35 bis	1	televisore LG 42 pollici con telecamera	100
37	2	scrivania con allungo laterale	90
38	7	cassettiera	105
39	4	armadio a 4 sportelli	240
40	2	armadio a 4 sportelli e vani a giorno	90
41	9	mobile basso a 2 sportelli	270
42	1	scrivania angolare	45
43	7	poltroncina su ruote	70
45	8	scrivania	240
46	1	scrivania angolare	45
47	3	poltroncina su ruote	30
48	3	classificatore in metallo	30
49	5	armadio a 4 sportelli	450
50	3	armadio a 4 sportelli e vani a giorno	225
51	5	mobile basso a 2 sportelli	150
52	6	cassettiera a 3 cassetti	180
54	3	notebook	60
56	5	monitor dell	200
57	2	stampante etichette zebra ZM400	240
58	9	gruppo di continuità	180
59	14	pc marche varie	420
60	25	monitor dell	1.125
61	16	telefono da tavolo gigaset e centrala cisco	160
62	3	lettore a barre motorola	180
63	1	stampante hp	15
64	1	partita di attrezzatura elettronica dismessa	0
		Totale	7.439

Da quanto sopra esposto, per la determinazione del capitale netto rettificato [K], il valore degli "impianti, macchinari, attrezzature, mobili e macchine d'ufficio" facenti parte dell'azienda e riespressi in termini correnti è assunto pari ad euro **421.229,00**.

Tenuto conto di quanto sopra illustrato circa la riespressione in termini di valori correnti degli elementi compresi nel complesso aziendale, è possibile individuare il capitale netto rettificato dell'azienda oggetto di valutazione. I risultati sono sintetizzati nella tabella seguente.

Stato patrimoniale	
Attivo	
Terreni e fabbricati	1.920.000
Impianti, macchinari e attrezzature	409.829
Mobili e macchine d'ufficio	11.400
Totale attivo	2.341.229
Passivo	
Totale passivo	0
Capitale netto rettificato	2.341.229

Il valore del capitale netto rettificato [K] del complesso aziendale alla data del 30/11/2020 è pari ad euro **2.341.229**.

12.2 La stima del valore dell'avviamento

La stima dell'avviamento [G] verrà sviluppata adottando una logica *asset side*, ossia focalizzandosi sui redditi operativi normalizzati. La formula valutativa che verrà impiegata è la seguente:

$$G = a_{n-i'} (R - i'' K')$$

dove:

n = numero anni; **i'** = tasso attualizzazione dei sovraredditi attesi; **i''** = tasso di rendimento del capitale operativo netto rettificato; **K'** = capitale operativo netto rettificato; **R** = reddito operativo normalizzato

Di seguito vengono esaminate le modalità di stima delle singole variabili indicate.

La stima del flusso reddituale (R)

Il primo termine da stimare è il flusso di reddito operativo normalizzato da contrapporre, in seguito, al costo-rendimento del capitale così da determinare i sovra-redditi.

Il sottoscritto, preso atto della mancanza ed allo stesso tempo delle difficoltà di redigere un piano previsionale, per la determinazione del flusso reddituale atteso ha fatto riferimento ai risultati storici adeguatamente normalizzati².

² ██████████ op. cit., pag. 483, "I risultati storici, pur apparendo a prima vista la dichiarata negazione di qualsiasi tentativo di previsione e di proiezione, non rimangono invece, privi di significato, se correttamente interpretati, se cioè, sono intesi come ragionata conferma dei risultati raggiunti nel presente passato anche la semplice conferma esige, a ben vedere, una proiezione, che conclude affermando la stazionarietà dei flussi reddituali già raggiunti. Questa non è però un rifiuto aprioristico a qualsiasi proiezione, dovuto al solo timore di commettere errori. Significa solo che in talune situazioni non vi sono elementi idonei per definire ragionevoli ipotesi di variazioni dei flussi nell'uno e nell'altro senso". Vedasi anche par. 7.2.3 delle Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi, CNDCEC – SIDREA: "Qualora si decida di fare riferimento ai valori storici, il professionista deve avere cura di depurare i flussi dall'effetto generato dalle operazioni di ristrutturazione realizzate e/o da realizzare".

In questo contesto sono state attentamente analizzate le perdite conseguite in alcuni esercizi, per verificare la possibilità o meno che si possano riprodurre anche in futuro³.

Per la determinazione del flusso reddituale sono stati presi in considerazione i dati risultanti dai bilanci della società, sottoposti a controllo legale dei conti, del periodo 2013/2017 [sono stati utilizzati i dati degli ultimi 5 esercizi redatti con criteri di funzionamento] adeguatamente normalizzati attraverso l'eliminazione delle componenti di natura "non ordinaria" e tenendo conto degli effetti della contabilizzazione delle operazioni di leasing secondo il metodo patrimoniale. Per ciascun esercizio è stato, pertanto, determinato un EBIT "normalizzato" e calcolato il carico fiscale "figurativo"⁴. Il flusso reddituale è stato calcolato come media del EBIT netto normalizzato del periodo 2013/2017.

Il sottoscritto ritiene che il flusso come sopra determinato possa rappresentare la capacità reddituale dell'azienda al momento della stipula del contratto di affitto d'azienda.

Nel prospetto seguente viene sintetizzato il flusso reddituale normalizzato per ogni periodo esaminato.

	2013	2014	2015	2016	2017
EBITDA	(148.423,00)	878.446,00	1.201.341,00	1.678.438,00	1.607.741,00
Ammortamenti	807.642,00	849.411,00	870.807,00	791.886,00	822.944,00
EBIT	(956.065,00)	29.035,00	330.534,00	886.552,00	784.797,00
Imposte figurative	22.839,56	102.289,66	142.772,32	319.457,01	256.176,45
EBIT netto	(978.904,56)	(73.254,66)	187.761,68	567.094,99	528.620,55

Sulla base dei dati sopra indicati, il reddito operativo medio netto normalizzato è stimato in euro **46.263,60**.

La stima del tasso di onerosità del capitale operativo netto rettificato (i'')

Il secondo termine da determinare è il tasso *i''*, ossia il rendimento del capitale proprio utile alla stima del reddito differenziale. Come evidenziato dalla dottrina [██████████, 2009], tale tasso coincide con il costo medio ponderato del capitale che è rappresentabile come segue:

$$WACC = ke * \frac{E}{D + E} + kd * (1 - t) * \frac{D}{D + E}$$

dove: **ke** = costo mezzi propri; **kd** = costo dei debiti finanziari al netto dell'effetto fiscale; **t** = aliquota fiscale applicata agli oneri finanziari; **E** = capitale; **D** = indebitamento finanziario.

Il sottoscritto, tenuto conto di quanto previsto dalle "Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi" emanate dal CNDCEC, ha deciso di adottare un unico tasso medio per l'intero orizzonte temporale in luogo di

³ ██████████ *Nuovo Trattato sulla Valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, 2005, pag. 618: "Le perdite storicamente sopportate dall'impresa debbono essere attentamente analizzate, al fine soprattutto di dedurre validi elementi di orientamento per le proiezioni nel futuro. Ciò che conta non è tanto aver subito perdite, ma capire se esse tenderanno a riprodursi anche in futuro più o meno esteso, e soprattutto se esistano possibilità di interventi atti a ridurle o a contenerle".

⁴ Stima dell'IRES e dell'IRAP sull'EBIT annuale normalizzato.

tassi distinti per ciascun esercizio, ben considerando i dati disponibili e la modalità adottata per la stima dei flussi attesi.

Il costo dell'equity corrisponde al rendimento cui l'impresa rinuncia non investendo i propri mezzi finanziari in attività alternative sotto il profilo del rischio [rischio operativo correlato alle caratteristiche operative del business dell'impresa e rischio finanziario connesso alle politiche di indebitamento]. In linea con i Principi Italiani di Valutazione, il costo dell'equity è stato calcolato prendendo a riferimento il modello *Capital Asset Pricing Model* ["CAPM"] nella versione *adjusted* che si basa sulla seguente equazione:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf) + P$$

dove:

ke = costo capitale proprio; **Rm-Rf** = premio di mercato per rischio azionario; **β** = coefficiente relativo al rischio "non diversificabile"; **P** = premi per rischi specifici.

In linea con le raccomandazioni dell'Organismo Italiano di Valutazione e con quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione, il costo del capitale è stato stimato adottando una logica *unconditional*, ossia considerando il rischio paese all'interno del tasso *risk free*. Tale logica è stata preferita a quella *conditional* in considerazione sia della maggiore condivisibilità di tale approccio sia dei dati disponibili. In particolare, il sottoscritto evidenzia che i metodi per considerare il rischio paese all'interno dell'*equity risk premium* sono molteplici e non generalmente accettati [vedi modelli basati sui rating, sui tassi di interesse] e quindi conducono a risultati fortemente divergenti; diversamente, i metodi e i risultati relativi al premio di mercato per il rischio azionario relativo a mercati maturi [e che non scontano quindi il rischio paese] sono più consolidati e convergenti. In base a tali considerazioni, sono stati stimati i parametri che seguono.

Il saggio *risk free* [Rf], ossia il tasso di remunerazione per il puro investimento del capitale, è stato calcolato nella misura del **1,21%** pari al rendimento medio dei BTP decennali del periodo novembre 2019 - novembre 2020 [Fonte: Dipartimento del Tesoro – Ministero dell'economia e delle finanze – Risultati asta: BTP 10 anni – dati estratti il 22/12/2020].

Il premio di mercato per il rischio azionario [Rm-Rf] riferito a mercati maturi è stato stimato pari a 5,23 [Fonte: Damoradan, Equity Risk Premium obtained by looking at the implied premium for the S&P 500, estratto in data 22/12/2020 – Dati riferiti a luglio 2020]. Il sottoscritto segnala che altra banca dati esaminata [Duff & Phelps] indica dei premi per il corrente 2020 mediamente compresi tra il 5,50% e il 6%. Considerato che anche il dato tratto dalla banca dati Damodaran tiene conto del c.d. "effetto covid-19", che è riferito a data più recente e che non si discosta in misura significativa dal parametro medio complessivo indicato da Duff & Phelps, il sottoscritto ritiene ragionevole mantenere il dato pari a 5,23 senza apportare correttivi, anche al fine di garantire omogeneità di fonte tra i vari parametri.

Per la stima del β , non essendo presente un β relativo alla specifica azienda oggetto di stima, il sottoscritto ha fatto riferimento al β *unlevered corrected for cash* relativo al settore "Furn/Home Furnishing" e pari a 0,93 [Fonte: Damodaran, Levered ad Unlevered Betas by Industry, Europe, estratto in data 22/12/2020 – Dati riferiti a gennaio 2020].

Il β *re-levered* è stato calcolato avendo come riferimento un rapporto *Debt/Equity* di riferimento pari a 40% equity e 60% debiti finanziari. Tenuto conto che l'azienda oggetto di valutazione è in stato di fallimento e che quindi risulta esdebitata, è necessario riferirsi ad una struttura finanziaria obiettivo, prescindendo dalle caratteristiche soggettive attuali della stessa. La struttura obiettivo non è una struttura ottimale ma quella che può realisticamente essere rappresentativa dell'azienda in situazione normalizzata. Allo scopo, il sottoscritto ha fatto riferimento al rapporto *Debit/Equity* di aziende italiane produttrici di mobili con fatturato tra 10 milioni e 30 milioni. Il rapporto medio registrato da tale cluster nell'ultimo triennio è pari a arrotondato 1,5, ossia 40% Equity e 60% Debt.

Il sottoscritto ai fini del calcolo ha assunto un *tax-shield* del 24%.

Il β *re-levered* è stato calcolato con la seguente formula:

$$\beta_{RL} = \beta_{UL} * (1 + \frac{D}{E} * (1 - t))$$

Tale β *re-levered* è però ancora un indicatore distorto del β da utilizzare per l'applicazione del modello. È quindi necessario riesprimerlo così da addivenire a un c.d. β *adjusted* calcolato secondo la tecnica di Blume:

$$\beta_{ADJ} = \beta_{RL} * 0,67 + 0,33$$

Il β adottato al fine del calcolo del costo del capitale proprio viene stimato come segue:

β unlevered corrected for cash	0,93
Tax shield (IRES nominale)	24%
D/E attuale	1,50
β re-levered	1,99
β adj	1,66
β di riferimento	1,66

Il β considerato è quindi pari a **1,66**.

Al fine di basare la stima del tasso su parametri quanto più oggettivi e documentabili, il sottoscritto ritiene opportuno non considerare *adjustments* al β o al costo del capitale proprio [ad es. premi per la ridotta

dimensione, per la liquidabilità, ecc.]. Parimenti, non viene considerato il c.d. "distress factor" indicato da parte della dottrina e della prassi [Damodaran, Guatri, CNDCEC, ecc.], ossia il premio per la maggiore rischiosità specifica e i costi della crisi riferibili all'azienda oggetto di stima. La maggiore incertezza dei risultati attesi come pure l'onerosità legata al processo di c.d. "re-start-up" sono stati considerati nella stima del flusso reddituale atteso; considerare tali elementi anche nella stima del tasso porterebbe a una ovvia duplicazione. Inoltre, il sottoscritto non ritiene opportuno considerare i "costi del dissesto" [Guatri-Bini, 2009, pag. 399] in termini di premio per il rischio vista l'ipotesi di valutare l'azienda a prescindere dalla condizione dell'attuale titolare e tenendo conto della prospettiva dei partecipanti al mercato.

Conseguentemente, il costo del capitale proprio base è stato così stimato:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf) + P$$

$$Ke = 1,21 + 1,66 * 5,23 = 9,91$$

Sulla base dei parametri sopra definiti e adottando il modello CAPM è quindi possibile stimare il costo medio dell'equity, come sopra descritto, in un tasso pari al **9,91%**.

Il costo del capitale di terzi è stimato in un tasso arrotondato pari al 5%, quantificato tenendo conto dell'onerosità media normale dei finanziamenti e dell'andamento dei mercati finanziari.

Il rapporto Debt/equity ai fini della stima è stato quantificato tenendo conto della situazione aziendale "a tendere" e dei dati di mercato come sopra descritti. Il sottoscritto ha quindi ipotizzato un rapporto debt/equity pari ad 1,50.

Assumendo un tax rate di riferimento per la deducibilità degli oneri finanziari pari al 24,00% ne consegue:

$$WACC = ke * \frac{E}{D + E} + kd * (1 - t) * \frac{D}{D + E}$$

$$WACC = 9,91 * 0,40 + 5,00 * (1 - 0,24) * 0,60 = 6,24\%$$

Sulla base di quanto sopra, il WACC netto è stimato e arrotondato nel **6,24%**⁵.

La stima dell'orizzonte temporale

I Principi Italiani di Valutazione evidenziano che tutti i metodi di valutazione basati sui flussi di risultato attesi richiedono la definizione dell'orizzonte temporale di riferimento sulla base dei fattori di mercato, legali, tecnologici, funzionali ed economici dell'oggetto di stima. Con riferimento all'avviamento, l'Organismo

⁵ Vedasi par. 7.6.7 delle Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi, CNDCEC – SIDREA: "Nella stima dei pesi il professionista deve prescindere dalla composizione delle fonti attuali dell'azienda in crisi e riferirsi ad una struttura finanziaria obiettivo [...]".

Italiano di Valutazione, la dottrina e la prassi in materia consentono anche l'adozione di un orizzonte temporale indefinito laddove non siano ragionevolmente individuabili dei limiti specifici.

Con riferimento al metodo in esame, l'orizzonte temporale indefinito non va inteso come infinito: la dottrina nazionale e internazionale [cfr. ████████, 2009 per un approfondimento] suggerisce, infatti, di definire un orizzonte temporale limitato stante il fatto che le condizioni generatrici di reddito alla base dell'avviamento sono destinate a estinguersi o attenuarsi con il passare del tempo. Al riguardo, la prassi professionale, recepita dai Principi Italiani di Valutazione, tende ad adottare orizzonti temporali di 5-10 anni nel caso di stima dell'avviamento nell'ambito del metodo qui esaminato.

Nel caso di avviamenti negativi, la dottrina indica di adottare, ove possibile, orizzonti temporali più brevi.

Conseguentemente, ai fini della stima, il sottoscritto utilizzerà un orizzonte di **3** anni considerato come lasso di tempo utile per attuare un processo di turnaround finalizzato a portare la redditività operativa aziendale in linea con il rendimento minimo del capitale operativo e pari al costo del capitale stesso.

L'orizzonte temporale di 3 anni, tra l'altro, appare coerente con la natura intrinseca dell'avviamento negativo, inteso quale coacervo di rischi e perdite attese che non trovano rappresentazione nel bilancio d'esercizio.

La stima del capitale operativo netto (C)

Il capitale operativo netto, stante l'assenza di attività accessorie e di debiti coincide con il capitale netto rettificato che è pari ad euro **2.341.229**.

La stima dei sovra-redditi attesi

Dopo la stima dei parametri sopra illustrati, è possibile procedere alla determinazione dei sovra-redditi. Questi vanno quantificati considerando la differenza tra reddito operativo netto medio normalizzato e il prodotto tra capitale operativo netto rettificato ed il costo medio ponderato del capitale.

I valori sono riportati nella seguente tabella.

Reddito normalizzato (a)	46.263,60
Capitale operativo netto rettificato (b)	2.341.229,00
WACC (c)	6,24%
Reddito normale d (b x c)	146.092,00
Sovra-redditi negativi e (a - d)	(99.828,40)

La stima del tasso di attualizzazione dei sovra-redditi (i')

Una volta stimato il flusso dei sovra-redditi attesi, per ottenere il valore attuale è necessario procedere all'attualizzazione degli stessi. Tale processo richiede la stima di un tasso di attualizzazione adeguato.

L'individuazione del tasso di attualizzazione del sovra-reddito [i'] è stata lungamente dibattuta in dottrina. Una parte della stessa riteneva che tale tasso dovesse essere pari al valore finanziario del tempo mentre altra parte che questo dovesse essere pari al tasso *risk free* sommato al prodotto di β e *Equity Risk Premium*, nel caso di valutazioni *equity side*, o al WACC, in caso di valutazioni *asset side*. Attualmente la dottrina di riferimento [██████████ 2009] evidenzia che si deve propendere per l'utilizzo di un tasso pari al costo finanziario del tempo nel caso di sovra-redditi negativi mentre di un tasso pari al costo del capitale proprio in caso di sovra-redditi positivi.

Nel caso in esame, stante i sovra-redditi negativi, si definisce i' pari al costo finanziario del tempo assimilato al tasso di rendimento per le attività prive di rischio, ossia pari al **1,21%**.

La stima del valore terminale

Nel caso in esame, stante le ipotesi di stima adottate, non è necessario determinare il valore terminale.

La stima del badwill

Tenuto conto di quanto sopra esposto il valore dell'avviamento dell'azienda in oggetto è stimabile come segue.

Considerato il lasso di tempo esaminato [3 anni] e le incertezze sulle prospettive aziendali, non è stato ipotizzato alcun tasso di crescita medio annuo dei flussi aziendali.

Sovra-redditi	(99.828,40)
Growth rate	0
Durata flussi (anni)	3
Tasso (i')	1,21%
Avviamento negativo	292.381,22

L'avviamento negativo [Badwill] è quindi stimabile in euro **292.381,22**.

12.3 La stima del valore del complesso aziendale

Tenuto conto di quanto sopra esposto il valore di mercato dell'azienda, determinato con il metodo patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, viene di seguito sintetizzato.

Avviamento negativo	(292.381,22)
Capitale operativo netto rettificato	2.341.229,00
Entreprise value	2.048.847,78
Debiti finanziari	0,00
Equity value	2.048.847,78

Ne consegue che il valore del complesso aziendale è pari ad euro 2.048.847,78, che viene arrotondato ad euro **2.050.000**.

12.4 L'analisi di sensitività

Il sottoscritto, ai fini dell'analisi, ritiene opportuno considerare come variabili significative il tasso di rendimento del capitale operativo, l'orizzonte temporale di riferimento e l'entità del flusso reddituale normalizzato.

Con riguardo al tasso di rendimento del capitale operativo, fermi gli altri assunti di base, variazioni di +/- 1% del WACC indicano rispettivamente un valore di euro/k 1.980.277 e di euro/k 2.117.416.

Relativamente all'orizzonte temporale, fermi gli altri assunti di base, ipotizzando la generazione di sovra-redditi negativi per 4 anni si addiende a un valore di euro/k 1.953.708 mentre ove si riuscisse a ritornare ai livelli di redditività adeguati in 2 anni, il valore aziendale risulterebbe di euro/k 2.145.138.

Infine, con riferimento al reddito medio normalizzato, fermi gli altri assunti di base, variazioni di +/- 10% portano a valori compresi tra euro/k 2.035.298 ed euro/k 2.062.397.

In conclusione, il valore dell'azienda appare oscillare tra euro/k 1.937.708 ed euro/k 2.145.708, con maggiore probabilità di assumere, eliminando gli estremi, un valore intermedio arrotondato pari ad euro/k **2.050.000**.

13. La stima del valore aziendale con esclusione del patrimonio immobiliare

Tenuto conto che, data la composizione del complesso aziendale, è possibile la cessione separata del patrimonio immobiliare dall'azienda operativa, viene proposta la valutazione del complesso aziendale senza tener conto del valore dei terreni e fabbricati.

13.1 La stima del capitale netto rettificato

Per quanto riguarda le considerazioni svolte sulla determinazione del patrimonio netto rettificato si rimanda al par. 12.1)⁶.

Impianti, macchinari, attrezzature, mobili e macchine d'ufficio

Per la determinazione del valore degli Impianti, macchinari, attrezzature, mobili e macchine d'ufficio si rimanda al par. 12.1⁷.

Tenuto conto di quanto sopra esposto circa la riespressione in termini di valori correnti degli elementi compresi nel complesso aziendale è ora possibile individuare il capitale netto rettificato dell'azienda oggetto di valutazione. I risultati sono sintetizzati nella tabella seguente

Stato patrimoniale	
Attivo	
Impianti, macchinari e attrezzature	409.829
Mobili e macchine d'ufficio	11.400
Totale attivo	421.229
Passivo	
Totale passivo	0
Patrimonio netto	421.229

Il valore del capitale netto rettificato [K] del complesso aziendale alla data del 30/11/2020 è pari ad euro **421.229**.

13.2 La stima del valore dell'avviamento

Per la stima del valore di avviamento si rimanda alle considerazioni svolte nel par. 12.2⁸.

⁶ Vedasi pagg. 13 e segg.

⁷ Vedasi pagg. 16 e segg.

⁸ Vedasi pagg. 21 e segg.

La stima del flusso reddituale (R)

Per la stima del flusso reddituale si rimanda al par. 12.2⁹ "*La stima del flusso reddituale (R)*"; sulla base dei dati indicati in tale paragrafo, il reddito operativo medio netto normalizzato è stimato in euro **46.263,60**.

La stima del tasso di onerosità del capitale operativo netto rettificato (i'')

Per la stima del tasso di onerosità del capitale netto operativo rettificato si rimanda al par. 12.2¹⁰ "*La stima del tasso di onerosità del capitale operativo netto rettificato (i'')*"

La stima dell'orizzonte temporale

I Principi Italiani di Valutazione evidenziano che tutti i metodi di valutazione basati sui flussi di risultato attesi richiedono la definizione dell'orizzonte temporale di riferimento sulla base dei fattori di mercato, legali, tecnologici, funzionali ed economici dell'oggetto di stima. Con riferimento all'avviamento, l'Organismo Italiano di Valutazione, la dottrina e la prassi in materia consentono anche l'adozione di un orizzonte temporale indefinito laddove non siano ragionevolmente individuabili dei limiti specifici.

Con riferimento al metodo in esame, l'orizzonte temporale indefinito non va inteso come infinito: la dottrina nazionale e internazionale [cfr. Guatri-Bini, 2009 per un approfondimento] suggerisce, infatti, di definire un orizzonte temporale limitato stante il fatto che le condizioni generatrici di reddito alla base dell'avviamento sono destinate a estinguersi o attenuarsi con il passare del tempo. Al riguardo, la prassi professionale, recepita dai Principi Italiani di Valutazione, tende ad adottare orizzonti temporali di 5-10 anni nel caso di stima dell'avviamento nell'ambito del metodo qui esaminato.

Nel caso di avviamenti negativi, la dottrina suggerisce di adottare, ove possibile, orizzonti temporali più brevi.

Conseguentemente, ai fini della stima, il sottoscritto utilizzerà un orizzonte di **5** anni considerato come lasso di tempo in cui permanga la capacità del complesso aziendale di generare un sovra-reddito.

La stima del capitale operativo netto (C)

Il capitale operativo netto, stante l'assenza di attività accessorie e di debiti coincide con il capitale netto rettificato che è pari ad euro **421.229**.

La stima dei sovra-redditi attesi

I sovra-redditi vanno quantificati considerando la differenza tra reddito operativo netto medio normalizzato e il prodotto tra capitale operativo netto rettificato ed il costo medio ponderato del capitale.

I valori sono riportati nella seguente tabella.

⁹ Vedasi pagg. 21 e segg.

¹⁰ Vedasi pagg. 22 e segg.

Reddito normalizzato (a)	46.263,60
Capitale operativo netto rettificato (b)	421.229,00
WACC (c)	6,24%
Reddito normale d (b x c)	26.284,00
Sovra-redditi e (a - d)	19.979,60

La stima del tasso di attualizzazione dei sovra-redditi (i')

Una volta stimato il flusso dei sovra-redditi attesi, per ottenere il valore attuale è necessario procedere all'attualizzazione degli stessi. Tale processo richiede la stima di un tasso di attualizzazione adeguato.

L'individuazione del tasso di attualizzazione del sovra-reddito [i'] è stata lungamente dibattuta in dottrina. Una parte della stessa riteneva che tale tasso dovesse essere pari al valore finanziario del tempo mentre altra parte che questo dovesse essere pari al tasso *risk free* sommato al prodotto di β e *Equity Risk Premium*, nel caso di valutazioni *equity side*, o al WACC, in caso di valutazioni *asset side*. Attualmente la dottrina di riferimento [Guatri-Bini, 2009] evidenzia che si deve propendere per l'utilizzo di un tasso pari al costo finanziario del tempo nel caso di sovra-redditi negativi mentre di un tasso pari al costo del capitale proprio in caso di sovra-redditi positivi.

Nel caso in esame, stante i sovra-redditi positivi, si definisce i' pari al CAPM, ossia pari al **9,91%**.

La stima del valore terminale

Nel caso in esame, stante le ipotesi di stima adottate, non è necessario determinare il valore terminale.

La stima del goodwill

Tenuto conto di quanto sopra esposto il valore dell'avviamento dell'azienda in oggetto è stimabile come segue.

Considerato il lasso di tempo esaminato [5 anni] e le incertezze sulle prospettive aziendali, non è stato ipotizzato alcun tasso di crescita medio annuo dei flussi aziendali.

Sovra-redditi	19.979,60
Growth rate	0
Durata flussi (anni)	5
Tasso (i')	1,21%
Avviamento	78.581,27

L'avviamento [Goodwill] è quindi stimabile in euro **78.581,27**.

13.3 La stima del valore del complesso aziendale

Tenuto conto di quanto sopra esposto il valore di mercato dell'azienda determinato, con il metodo patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, viene di seguito sintetizzato.

Avviamento	78.581,27
Capitale operativo netto rettificato	421.229,00
Enterprise value	499.810,27
Debiti finanziari	0,00
Equity value	499.810,27

Ne consegue che il valore del complesso aziendale è pari ad euro 499.810,27, che viene arrotondato ad euro **500.000**.

13.4 L'analisi di sensitività

Il sottoscritto, ai fini dell'analisi, ritiene opportuno considerare come variabili significative il tasso di rendimento del capitale operativo, l'orizzonte temporale di riferimento e dell'entità del flusso reddituale normalizzato.

Con riguardo al tasso di rendimento del capitale operativo, fermi gli altri assunti di base, variazioni di +/- 1% del WACC indicano rispettivamente un valore di euro/k 483.242 e di euro/k 516.375.

Relativamente all'orizzonte temporale, fermi gli altri assunti di base, ipotizzando la generazione di sovra-redditi positivi per 6 anni si addiende a un valore di euro/k 518.399 mentre ove si riuscisse a mantenere tali livelli di redditività adeguati in 4 anni, il valore aziendale risulterebbe di euro/k 487.354.

Infine, con riferimento al reddito medio normalizzato, fermi gli altri assunti di base, variazioni di +/- 10% portano a valori compresi tra euro/k 481.611 ed euro/k 518.002.

In conclusione, il valore dell'azienda appare oscillare tra euro/k 481.611 ed euro/k 518.399, con maggiore probabilità di assumere, eliminando gli estremi, un valore intermedio pari ad euro/k **500.000**.

14. La stima del canone di affitto dell'azienda

Determinato il valore del capitale economico dell'oggetto di stima è ora possibile procedere al calcolo del canone di affitto.

L'affitto di azienda costituisce un'operazione di finanza straordinaria tramite la quale un imprenditore individuale o una società attribuisce, dietro pagamento di un canone, ad un altro soggetto [affittuario] il diritto di gestione dell'azienda. L'affitto può essere strutturato autonomamente oppure finalizzato al compimento di successive operazioni quali ad esempio la cessione. Sotto il profilo normativo l'affitto d'azienda risulta disciplinato dall'art. 2562 del codice civile, il quale esplicitamente rinvia all'art. 2561 riguardante l'usufrutto dell'azienda. Per quanto riguarda gli aspetti non specificamente trattati dall'art. 2561 del codice civile è necessario far riferimento alla disciplina generale in tema di locazione, contenuta negli art. 1615 – 1654 del codice civile, e, a condizione che non vi sia contrasto con le norme in precedenza citate, agli artt. 978 – 1020 del codice civile concernenti l'usufrutto.

A livello economico-aziendale, un aspetto di particolare rilevanza è la stima del canone di affitto. Il canone – valore è di norma espresso in percentuale sul valore dell'azienda affittata. Come il canone-valore anche il canone-prezzo è influenzato dalle condizioni concrete di mercato ma non solo, esso infatti risente della forza contrattuale delle parti coinvolte nell'operazione e dalle specifiche clausole contrattuali pattuite [si pensi alla durata, ai patti relativi alle manutenzioni, agli ammortamenti].

La stima del canone di locazione "congruo" nell'ipotesi di affitto di azienda è una tematica affrontata dalla dottrina economico-aziendale la quale ha proposto vari approcci.

Una parte della dottrina¹¹ mira a determinare il canone che faccia risultare l'affitto dell'azienda preferibile rispetto alla gestione diretta. L'individuazione del canone di *break-even* richiede la stima del valore attuale dei flussi di cassa netti che si otterrebbero dalla gestione diretta dell'azienda lungo la durata dell'eventuale contratto di affitto. Il canone minimo è ottenuto eguagliando il valore attuale dei canoni al valore attuale dei flussi attesi dalla gestione diretta. La stima dei flussi di cassa netti della gestione diretta deve rispondere alla logica differenziale, che può essere applicata individuando i flussi di cassa, netti d'imposta, che verrebbero meno nell'ipotesi dell'affitto, relativi sia alla gestione operativa, sia alla gestione finanziaria con particolare riferimento al finanziamento del capitale circolante. Il tasso di attualizzazione sarà rappresentativo sia dei rendimenti correnti per investimenti privi di rischio, sia di un premio al rischio riconducibile alla specifica operatività dell'azienda oggetto di valutazione. Può essere determinato con il *Capital Asset Pricing Model* [CAPM] o con l'*Arbitrage Pricing Theory* [ATP] o con il *Build-up Approach*. Il principale vantaggio di questo metodo è che prescinde dal capitale economico aziendale e, quindi, non risente dei limiti che

¹¹ Vedasi: M. [REDACTED], *La stima del "congruo" canone nell'affitto di azienda*, in *Rivista di Ragioneria ed economia aziendale*, settembre-ottobre 2011.

contraddistinguono le diverse metodologie per determinarlo. Le previsioni alla base di questo metodo, legate ai risultati futuri della gestione diretta, hanno un orizzonte temporale limitato esclusivamente alla durata del contratto di affitto, che solitamente contraddistingue le stime del capitale economico¹². Uno dei limiti principali di questo metodo è che risulta sostanzialmente inapplicabile quando la gestione diretta non è una soluzione praticabile, scenario che può spesso presentarsi nel caso di aziende in procedure concorsuali. Oltretutto, anche nel caso in cui la gestione diretta sia percorribile, lo stato di crisi dell'azienda rende più complesse ed incerte le performance legate al suo futuro andamento. Basarle su andamenti passati, d'altro canto, potrebbe non tenere opportunamente in considerazione gli effetti che la crisi ha generato, e genererà, sulle performance aziendali.

Altra parte della dottrina¹³ sostiene che il valore del canone "congruo" di affitto risulta pari al prodotto tra il valore del capitale economico dell'azienda data in affitto e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda. Tale dottrina sostiene la necessità di stimare il valore economico dell'azienda con metodi patrimoniali complessi, ovvero sommando al capitale netto rettificato il valore dei beni immateriali non contabilizzati. In merito al tasso di remunerazione tale dottrina afferma che debba essere calcolato sommando un tasso *risk free* ed un *risk premium* rappresentativo del rischio economico d'impresa, determinato utilizzando la tecnica del *Capital Asset Pricing Model* [CAPM] o tramite la regola empirica cosiddetta di Stoccarda. Sempre tale dottrina considera anche il caso in cui venga concesso in affitto solamente l'attivo operativo dell'azienda: in tale circostanza il canone "congruo" risulta pari al prodotto tra il valore corrente dei beni in affitto, sempre comprensivo di quelli immateriali non contabilizzati, e un tasso di remunerazione corrispondente al *Weighted Average Cost of Capital* [WACC]. Tale approccio presenta il vantaggio di fornire una stima completa dell'effettivo valore economico aziendale grazie all'inclusione dei beni immateriali non contabilizzati. L'uso potrebbe essere utile per determinare gli estremi di una trattativa, o un'asta, per la concessione di un'azienda in affitto nei casi in cui non si voglia dipendere dalla stima dell'andamento futuro della gestione. Potrebbe essere, quindi, una soluzione valida nelle fasi di crisi avanzate dell'impresa.

Altra parte della dottrina¹⁴, con riferimento all'operazione di affitto decisa dagli organi della procedura fallimentare, afferma che il canone, qualora sia determinato in misura fissa, debba essere pari al prodotto tra il valore dell'azienda affittata ed una percentuale "alfa". Secondo tale dottrina il valore dell'azienda deve essere calcolato facendo ricorso al metodo patrimoniale mentre la percentuale "alfa" risulta essere inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali d'azienda e deve essere determinata considerando, quale limite superiore, il concetto di redditività normale del settore e scendendo,

¹² Vedasi: ██████████ *La stima del "congruo" canone nell'affitto di azienda*, op.cit. pag. 11.

¹³ Vedasi: ██████████ *Sulla individuazione del canone congruo in ipotesi di affitto di azienda (con particolare riguardo alle imprese in fallimento)*, in Rivista Italiana di ragioneria e di Economia Aziendale, luglio-agosto 1998.

¹⁴ Vedasi ██████████ *Fallimento, Valutazione e affitto di azienda*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 4, 2000, pagg. 510 e segg.

a seconda delle ipotesi, a valori tendenti a zero. Questo metodo è particolarmente indicato nei casi in cui l'azienda, in stato di crisi, non riesca a garantire rendimenti considerati "normali". In tal senso rappresenta un approccio ancora più cauto rispetto alle indicazioni di altra dottrina¹⁵.

Altra parte della dottrina¹⁶ propone di determinare il canone di affitto come prodotto tra il valore d'uso del patrimonio affittato e un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato. Il valore d'uso viene identificato nel capitale economico, determinato attualizzando i risultati attesi dall'impiego del capitale dell'azienda oggetto del contratto di affitto. Tale dottrina per la stima del tasso di "congrua" remunerazione afferma che deve essere innanzitutto considerato il rischio di insolvenza dell'affittuario, cioè il rischio che non sia in grado di rispettare gli impegni di pagamento derivanti dal contratto. Il tasso deve riflettere il rischio di *default* dell'affittuario, che dipenderà dalla sua situazione economico-finanziaria e dell'eventuale presenza di garanzie che assistono il contratto. Inoltre, è da tenere in considerazione che, se le differenze inventariali non sono determinate sulla base della variazione del capitale economico tra l'inizio e la fine del contratto, bensì solamente riferendosi alle modifiche nelle consistenze patrimoniali, il locatore sostiene in aggiunta il rischio di riduzione del valore dell'avviamento relativo all'azienda oggetto del contratto di locazione. In tal caso il tasso di remunerazione deve comprendere oltre alla componente che riflette il rischio di *default*, una percentuale aggiuntiva che rappresenti il rischio che si verifichi una variazione inattesa del capitale economico nel corso della durata dell'affitto.

Le considerazioni formulate in ordine alla determinazione del canone di affitto d'azienda evidenziano impostazioni leggermente diverse, ma accomunate dal fatto che il corrispettivo da corrispondere al proprietario per l'utilizzazione del complesso dei beni necessari per l'esercizio dell'impresa deve essere quantificato come prodotto tra il valore dell'azienda ed un appropriato tasso di rendimento¹⁷.

In sintesi il tasso di rendimento impiegabile per quantificare il canone di locazione può oscillare in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio, mentre l'estremo superiore è il costo del capitale che, per semplicità, può essere determinato sulla base dei dati medi settoriali¹⁸.

Nel caso in esame, come suggerito dalla dottrina sopra indicata e dal documento di prassi emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, il tasso di rendimento per quantificare il canone di affitto oscilla tra 1,21% [risk free] e 9,91% [CAPM]. Tenuto conto del contenuto del contratto di affitto di azienda sottoscritto in data 12/3/2020, delle garanzie prestate e delle caratteristiche del soggetto

¹⁵ In particolare l'approccio sopra esposto e sostenuto da [REDACTED].

¹⁶ Vedasi [REDACTED] *La stima del valore congruo del canone di locazione nell'ipotesi di affitto di azienda*, in Rivista dei dottori commercialisti, n. 5, 2007.

¹⁷ Vedasi: Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *La determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali*, pag. 10.

¹⁸ Vedasi: Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *La determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali*, pag. 10.

affittuario è ragionevole assumere, per la determinazione del canone di affitto di azienda, un tasso intermedio tra quelli sopra indicati e, cioè, pari al 5,56%.

Preso atto del valore del complesso aziendale sopra determinato e pari ad euro 500.000,00¹⁹ ed applicando allo stesso un tasso di rendimento pari al 5,56% il canone annuo per l'affitto di azienda concernente la parte mobiliare è pari ad euro 27.800,00. A tale canone deve essere aggiunto il corrispettivo per l'utilizzo dell'immobile di proprietà ubicato in Belvedere Ostrense (AN) in cui viene svolta una parte dell'attività operativa, determinato dal CTU ing [REDACTED] in euro 72.000,00 annui.

Tenuto conto di quanto sopra esposto il canone annuo per l'affitto dell'azienda oggetto del contratto stipulato in data 12/3/2020 può essere definito in un intorno di euro **99.800,00** [euro 27.800,00 + euro 72.000,00].

In conclusione, il canone di affitto previsto nel contratto di affitto di azienda sottoscritto in data 12/3/2020 e pari ad euro 96.000,00, per tutte le considerazioni sopra svolte, può essere ragionevolmente considerato congruo.

Per consentire un'adeguata interpretazione dei valori riferiti all'azienda oggetto di stima e precedentemente analizzati si evidenzia che gli importi indicati sono da considerare come "valori" e non come "prezzi".

Ancona, 25 gennaio 2021

dott. Antonio Acquaroli

¹⁹ Vedasi par. 32.
